

大康牧业 (002505)

一体化发展的湘西猪业龙头

新股定价

询价区间：RMB18.35-20.39 元

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

分析师

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000210080014

021-68498528 wuxd@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	76.8
流通 A 股(百万股)	0.00
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	0.00

公司地处中国第二大养猪大省湖南省，养殖基地多分布于湘西怀化周边雪峰山区，山体相隔、局部封闭、人口密度低、人员流动少，拥有得天独厚的养殖自然条件。公司从事生猪养殖多年，在养殖技术和模式方面拥有一定优势，目前是湖南第二大生猪养殖企业，07-09 年生猪出栏量增速 34%，收入和利润增速分别达到 67%和 65%。随着 IPO 项目 30 万头生猪养殖项目的投产，养殖公司产能将进一步大幅提升，业务的高增速将能持续。

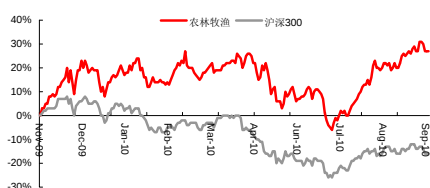
公司主要的产品为生猪，另外还有部分饲料外销（收入占比小于 15%）。07、08、09 年及 10 年上半年，分别出栏生猪 9.07 万头、11.21 万头、16.28 万头和 11.08 万头，实现了快速的增长。以 09 年为例，生猪产品中种猪、仔猪和育肥猪的销量占比分别为 24%、32%和 44%，而收入占比为 49%、8%和 43%。公司的收入和利润来源主要为种猪和育肥猪，而仔猪由于单体重量低、价值小而在业务收入中占比较小。通过 IPO 项目公司将加大种猪和育肥猪环节的产能，减少仔猪的外销，形成育肥猪为主、种猪为辅的业务结构。公司在养殖环节一贯注重源头技术的管控，因此种猪和仔猪的生产完全由公司进行，而育肥环节目前分为公司自养和养殖大户两种模式，未来将以自养为主，以提高抗风险能力及盈利能力。

募投项目旨在扩充完整生猪产业链：养殖是生猪产业链中利润最丰、也是波动最大的环节，因此产业链一体化是生猪养殖企业的发展大势所趋。根据发展规划，公司将利用其区位优势 and 养殖技术优势，快速扩展其生猪养殖规模，并向下游的屠宰加工及冷链物流领域拓展，形成上下游一体化的完整生猪产业链。本次 IPO 公司计划募集资金 2.2 亿元用于 30 万头生猪养殖项目及 40 万头生猪屠宰加工项目。其中生猪养殖项目产能将在 2012 年起分三年逐步释放，而屠宰项目目前已完成大部分建设，预计 2011 年达产率 50%，2013 年完全达产。

根据我们的预测，公司业绩在未来 3 年将保持快速增长，预计公司 10-12 年 EPS 为 0.41、0.67 和 0.90 元。根据 A 股养殖类上市公司目前的估值水平，给予公司 2010 年 45-50XPE 的估值，那么公司目标价区间为 18.35-20.39 元。

风险提示：疫病风险；生猪价格出现下跌。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



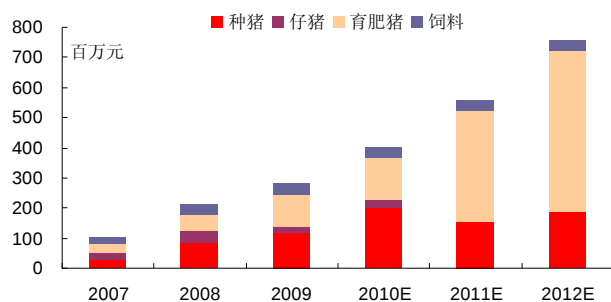
资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	284.4	197.2	400.9	555.9	741.3
(+/-%)	33.3	0.0	41.0	38.6	33.4
归属母公司净利润(百万元)	30.2	15.8	41.9	69.0	92.7
(+/-%)	2.1	0.0	38.8	64.6	34.3
EPS(元)	0.39	0.21	0.41	0.67	0.90
P/E(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

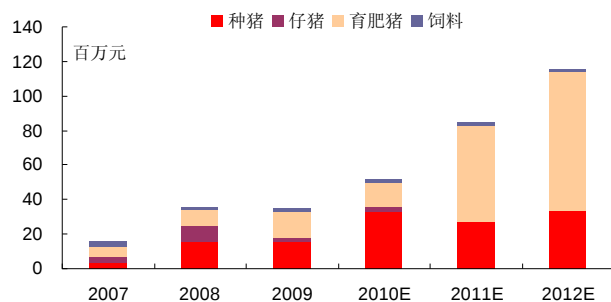
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

图 1: 大康牧业分业务收入及占比



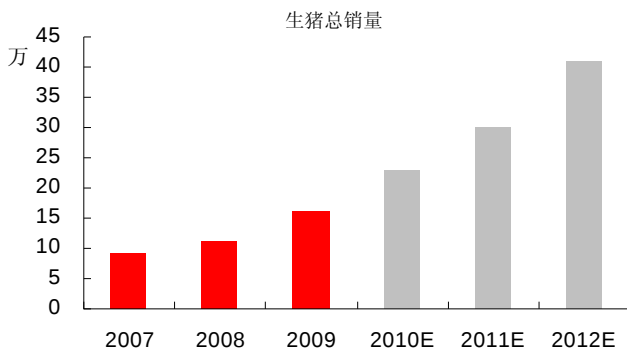
数据来源: Wind

图 2: 大康牧业分业务毛利及占比



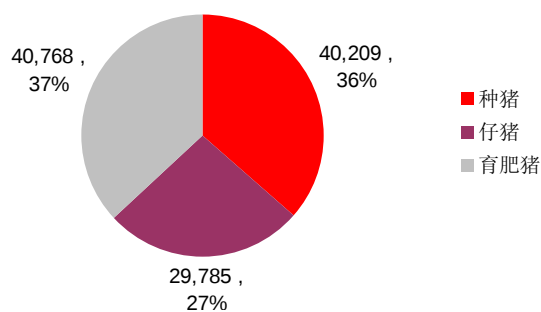
数据来源: Wind

图 3: 大康牧业生猪出栏量情况



数据来源: Wind

图 4: 2010 年上半年出栏生猪分品种占比情况



数据来源: Wind

表 1: A 股养殖类企业 PE 估值水平

	股价	2010E	2011E	2010PE	2011PE
民和股份	22.10	0.32	0.62	69.1	35.6
圣农发展	29.40	0.60	1.01	49.0	29.1
华英农业	21.01	0.39	0.63	53.9	33.3
益生股份	31.35	0.71	0.95	44.2	33.0
雏鹰农牧	58.13	0.90	1.50	64.6	38.8

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

表 2: 大康牧业盈利预测关键假设表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
种猪						
销量(头)	8,926	22,844	39,034	70,000	50,000	60,000
单价(元/头)	3,446.49	3,797.47	3,034.92	2,896.42	3,041.24	3,132.48
收入	30.76	86.75	118.47	202.75	152.06	187.95
毛利	3.90	15.62	15.46	32.44	27.37	33.83
毛利率	12.69%	18.00%	13.05%	16.00%	18.00%	18.00%
仔猪						
销量(头)	57,035	56,581	51,723	60,000	0	0
单价(元/头)	359.53	650.58	356.94	371.67	0.00	0.00
收入	20.51	36.81	18.46	22.30	0.00	0.00
毛利	3.12	9.19	2.39	3.35	0.00	0.00
毛利率	15.20%	24.96%	12.92%	15.00%	15.00%	15.00%
育肥猪						
销量(头)	24,735	32,675	72,014	100,000	250,000	350,000
单价(元/头)	1,207.86	1,688.82	1,460.24	1,436.96	1,480.07	1,524.47
收入	29.88	55.18	105.16	143.70	370.02	533.56
毛利	5.61	9.19	15.08	14.37	55.50	80.03
毛利率	18.78%	16.66%	14.34%	10.00%	15.00%	15.00%
饲料						
收入	22.54	34.60	41.96	32.19	33.80	35.49
成本	19.81	33.21	40.19	30.58	32.11	33.71
毛利率	12.13%	4.02%	4.23%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	118	210	284	337	营业收入	284	401	556	741
现金	35	24	33	44	营业成本	249	349	471	629
应收账款	3	12	16	16	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	4	8	11	15	营业费用	2	3	4	6
预付账款	11	24	33	37	管理费用	3	5	7	9
存货	66	142	191	225	财务费用	3	3	6	7
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	157	254	369	412	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	34	169	283	328	营业利润	28	41	68	91
无形资产	24	32	39	47	营业外收入	2	1	1	2
其他非流动资产	99	53	46	37	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	275	463	653	749	利润总额	30	42	69	93
流动负债	87	205	326	329	所得税	0	0	0	0
短期借款	63	174	292	289	净利润	30	42	69	93
应付账款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	23	31	35	41	归属母公司净利润	30	42	69	93
非流动负债	0	2	2	1	EBITDA	40	57	96	128
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.41	0.67	0.90
其他非流动负债	0	2	2	1	主要财务比率				
负债合计	87	207	328	331	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	77	103	103	103	营业收入	33.3%	41.0%	38.6%	33.4%
资本公积	28	28	28	28	营业利润	1.5%	44.5%	65.6%	34.5%
留存收益	83	125	194	287	归属于母公司净利润	2.1%	38.8%	64.6%	34.3%
归属母公司股东权益	188	256	325	418	获利能力				
负债和股东权益	275	463	653	749	毛利率 (%)	12.3%	12.9%	15.2%	15.2%
现金流量表					净利率 (%)	10.6%	10.5%	12.4%	12.5%
单位: 百万元					ROE (%)	16.1%	16.4%	21.2%	22.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	13.8%	10.8%	12.6%	14.8%
经营活动现金流	19	-28	35	94	偿债能力				
净利润	30	42	69	93	资产负债率 (%)	31.6%	44.7%	50.2%	44.2%
折旧摊销	9	13	23	30	净负债比率 (%)	72.92%	84.01%	88.92%	87.22%
财务费用	3	3	6	7	流动比率	1.36	1.02	0.87	1.02
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.60	0.33	0.29	0.34
营运资金变动	-22	-86	-62	-35	营运能力				
其他经营现金流	-1	0	0	0	总资产周转率	1.20	1.09	1.00	1.06
投资活动现金流	-51	-110	-138	-73	应收账款周转率	88	55	40	47
资本支出	51	102	130	65	应付账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-8	-8	-8	每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.41	0.67	0.90
筹资活动现金流	53	127	112	-10	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	-0.27	0.34	0.91
短期借款	27	111	118	-3	每股净资产 (最新摊薄)	1.83	2.49	3.16	4.06
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	13	26	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	26	0	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-13	-9	-6	-7	EV/EBITDA	1	0	0	0
现金净增加额	21	-11	9	11					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com